

## 中国宏观周报

# 论地方政府现金流与偿债能力的变化

在近期的报告中，我们对今年以来中国企业部门的总体偿债能力变化进行了讨论<sup>1</sup>。而地方政府的财政状况被普遍认为是中国经济的另外一个“薄弱环节”，因此，我们在这篇报告中将目前可以获取的有关信息进行分析推理，力图从宏观层面描述近来中国地方政府现金流与偿债能力的变化。

总体而言，2016年以来地方政府的现金流可能有所改善——地方政府财政收入增速加快、财务成本明显降低，而地方政府存款，尤其是活期存款也加速上升。

► **2016年以来，全国地方政府财政收入增速有所上升（图表1）。**全国地方政府财政收入增速已于去年1季度见底——部分经济较发达省市的土地出让收入较高，因此其财政收入增速已于去年2季度开始回升；一些对重工业行业依赖度较高省市的财政收入增速从去年下半年开始也逐步企稳。2016年上半年，全国地方政府财政收入同比增长10.8%，快于2015年9.4%的增速（两者均高于同期名义GDP增速）。

► **2014年4季度以来，尤其是2015年5月地方政府债务置换开始以后，地方政府的融资成本显著下降。**去年5月以前，地方政府主要通过融资平台间接举债，其中包括银行贷款、信托贷款、城投债等等。如图表2所示，这些融资方式的利率在2015年以前明显较高；例如，在地方债置换以前，融资平台巨大的融资需求已将信托贷款的年化利率抬高至8-10%。而地方债发行以后，由于其享有地方甚至中央财政的信用背书，加之税收优惠和银行拨备要求较低，地方债利率比上述融资渠道的成本要低300-500个基点。此外，央行多次降息、地方债发行加快，以及中央对地方（平台）债务偿还责任的厘清都使得其他渠道融资成本，包括信托贷款和城投债利率也有所降低。融资成本明显下行，有效降低了地方政府的固定财务支出。

► **地方政府存款，尤其是活期存款增长可能有所加快。**尽管人们普遍认为地方政府的财政状况堪忧，但事实上地方政府和事业单位的存款增速持续高于名义GDP和整体地方政府财政收入增速（图表3）。地方政府存款的上升，一方面可能得益于地方财政收入增速的温和回升，另一方面可能反映一些“在途资金”的增加——即部分地方政府发行债券所得资金尚未偿还相应的融资平台贷款或用于地方投资。

尽管各省情况明显分化，但2016年以来，即便较为“窘迫”省市的财政状况也可能有所企稳、改善。如图表4所示，2016年以来，一些省市的财政收入表现亮眼，包括沿海省份、各直辖市以及最受益于一线城市“都市圈”扩张的省份。另一方面，对资源类行业和重工业依赖度较高的省份财政收入增速仍然远远落后。但2016年以来，4个增速最落后省份的财政收入增速也出现了企稳或改善的苗头，尤其是辽宁和山西（图表5）。

（接下页）

分析员

易焜

SAC 执证编号: S0080515050001  
SFC CE Ref: AMH263  
eva.yi@cicc.com.cn

分析员

梁红

SAC 执证编号: S0080513050005  
SFC CE Ref: AJD293  
hong.liang@cicc.com.cn

### 近期研究报告

- 宏观经济 | 中国外汇储备小幅下降 (2016.08.07)
- 宏观经济 | 定调中性，配合改革 (2016.08.06)
- 宏观经济 | 7月非农就业大超预期 (2016.08.05)
- 宏观经济 | 英格兰银行如期加大货币宽松力度 (2016.08.04)
- 宏观经济 | SDR 债券：一个待唤醒的市场？ (2016.08.04)
- 宏观经济 | 日本：1和0的选择 (2016.08.03)

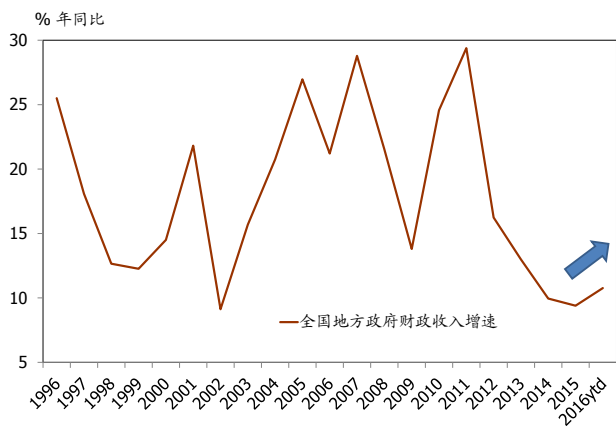
<sup>1</sup> 请参见我们2016年6月6日发布的中国宏观周报《中国企业是否即将面临偿债危机？》。



短期内，房地产市场复苏、经济再通胀，以及地方债置换均有助于地方政府资产负债表的修复。2016年以来，多数省市的税收收入增速出现回升，与名义GDP增速的走势一致。另一方面，房地产市场复苏和土地交易回暖对地方政府财政收入的回升可能起到了更为重要的作用。如图表6所示，截至2016年中，今年土地出让收入同比增长10%，相比去年同期同比下降超过4成可谓大幅反弹。此外，作为新的地方政府“低成本融资渠道”，地方债的大量发行显著减轻了地方政府的现金流压力。2015年5月以来，地方政府债券累计发行了7.8万亿元，其中6万亿元用于置换高成本的融资平台贷款。

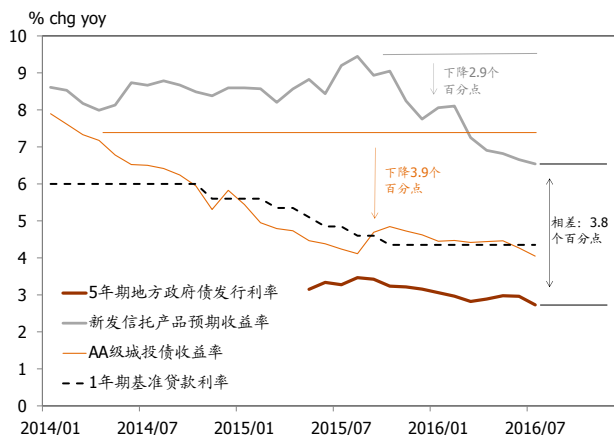
然而，中长期看，要改善地方政府财政收支不平衡，财政收入波动过大的现状，改革方向包括扩大地方政府税基，以及理清中央和地方政府的财权和事权的划分等。我们的分析表明，虽然部分“落后”省份在债务偿还和现金流管理上仍然面临困境，但短期内，地方政府的整体现金流压力可能已经有所缓解。然而，中国地方政府财政的稳定性和可持续性仍然存在一些明显的结构性矛盾——地方政府的财政收入仍然在很大程度上依靠卖地，特别是那些经济基本面较弱的省市，而这些地区住宅用地需求不强；相反，税收收入较高同时住房需求旺盛的发达地区偏偏是供地动力不强的省市——由此，地方政府财政状况加速分化，而住宅土地供应的结构也存在很大不合理性。此外，由于中央和地方政府收入和支出不匹配，每年中央政府仍需向地方政府进行大量的转移支付（规模约为全国税收收入的30%），其他问题不说，转移支付本身就附着着巨大的效率损失。

图表1：2016年以来，地方政府财政收入增速有所回升



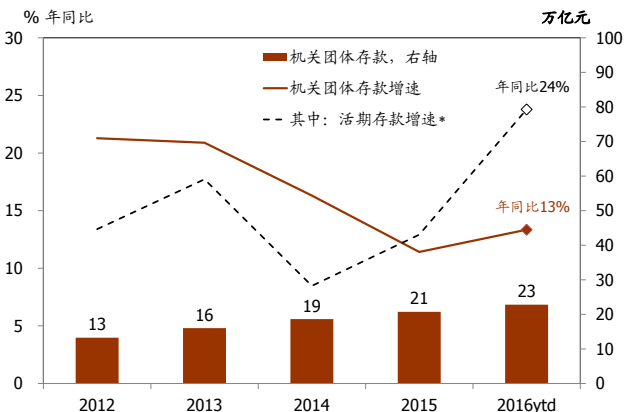
资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表2：地方政府各融资渠道的财务成本均显著下降



资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表3：2016年以来，地方政府存款加速上升，尤其是活期存款



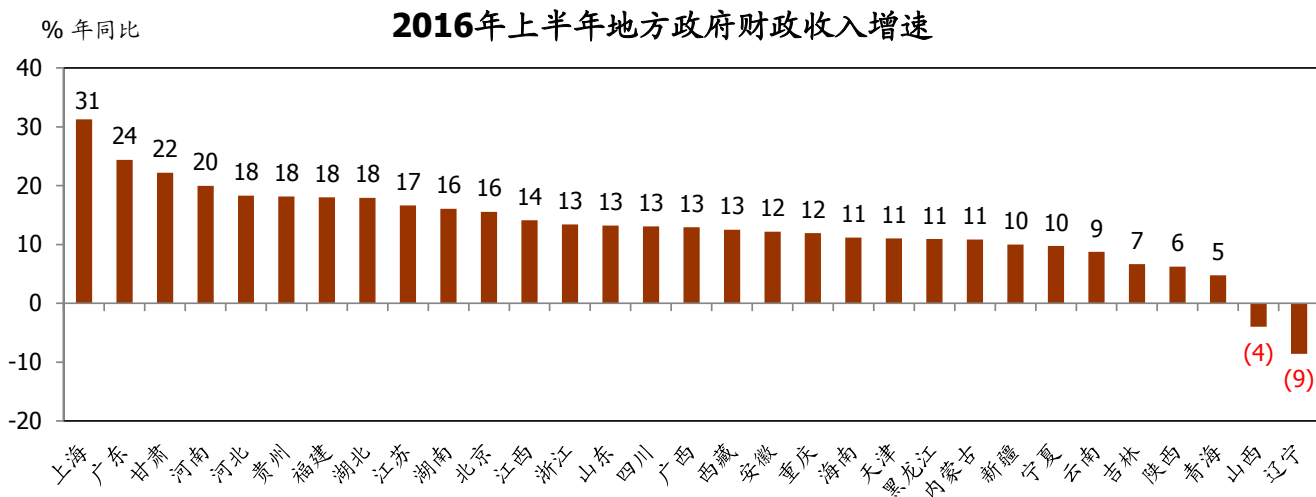
\* 机关团体活期存款=M1中的活期存款 - M1中的企业活期存款

资料来源：CEIC，中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

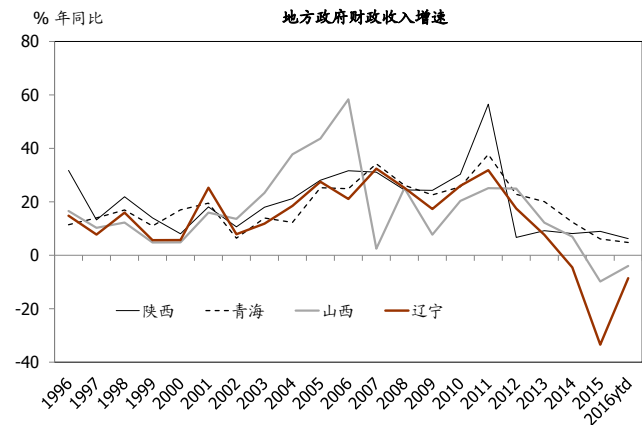


图表4：各省财政收入增速分化.....



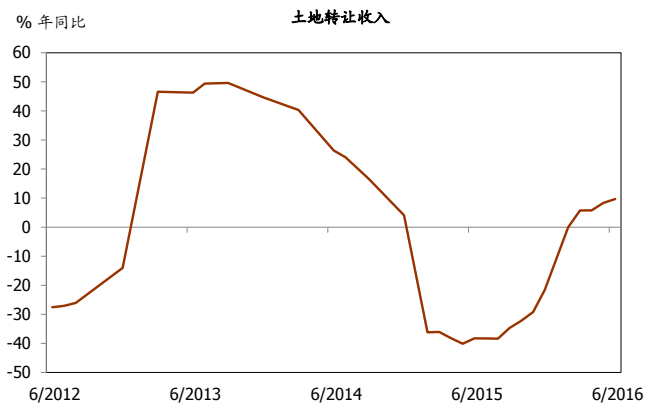
资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表5：.....但4个“落后”省份的财政收入增速2016年以来也呈现出企稳改善的苗头



资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表6：土地出让收入增速明显回升



资料来源：CEIC，中金公司研究部



图表 7: 主要宏观经济指标及预测

	月度												年度		
	2015/9	2015/10	2015/11	2015/12	2016/1	2016/2	2016/3	2016/4	2016/5	2016/6	2016/7	2016/7E	2015	2016E	2017E
<b>经济增长</b>															
GDP 当期 亿元	175,616	-	-	192,251	-	-	160,710	-	-	179,927	-		685,506		
GDP 同比 %	6.9	-	-	6.8	-	-	6.7	-	-	6.7	-		6.9	6.7	6.7
GDP 季调环比 %	1.8	-	-	1.5	-	-	1.2	-	-	1.8	-		-		
<b>名义GDP</b>															
名义GDP 同比 %	6.0	-	-	6.1	-	-	7.1	-	-	7.3	-		6.4	8.1	8.2
GDP平减指数 同比 %	-0.9	-	-	-0.6	-	-	0.4	-	-	0.6	-		-0.5	1.3	1.4
<b>经济增长贡献</b>															
最终消费支出 累计 百分点	4.0	-	-	4.1	-	-	5.7	-	-	4.9	-		4.1		
资本形成总额 累计 百分点	3.0	-	-	2.9	-	-	2.4	-	-	2.5	-		2.9		
货物和服务净出口 累计 百分点	-0.1	-	-	-0.1	-	-	-1.4	-	-	-0.7	-		-0.1		
<b>通货膨胀</b>															
CPI 同比 %	1.6	1.3	1.5	1.6	1.8	2.3	2.3	2.3	2.0	1.9		1.6	1.4	1.9	1.8
食品CPI 同比 %	2.7	1.9	2.3	2.7	4.1	7.3	7.6	7.4	5.9	4.6			2.3		
非食品CPI 同比 %	1.0	0.9	1.1	1.1	1.2	1.0	1.0	1.1	1.1	1.2			1.0		
PPI 同比 %	-5.9	-5.9	-5.9	-5.9	-5.3	-4.9	-4.3	-3.4	-2.8	-2.6		-1.8	-5.2	-2.2	1.2
<b>PMI</b>															
PMI 指数 %	49.8	49.8	49.6	49.7	49.4	49.0	50.2	50.1	50.1	50.0	49.9		-		
汇丰PMI 指数 %	47.2	48.3	48.6	48.2	48.4	48.0	49.7	49.4	49.2	48.6	50.6		-		
<b>工业</b>															
工业增加值 同比 %	5.7	5.6	6.2	5.9	-	5.4	6.8	6.0	6.0	6.2		6.1	6.1	6.0	6.0
工业增加值 季调环比 %	0.49	0.40	0.59	0.45	0.44	0.40	0.63	0.44	0.44	0.47		-	-		
<b>工业企业利润</b>															
利润总额 累计同比 %	-1.7	-2.0	-1.9	-2.3	-	4.8	7.4	6.5	6.4	6.2			-2.3		
<b>零售</b>															
社会消费品零售 同比 %	10.9	11.0	11.2	11.1	-	10.2	10.5	10.1	10.0	10.6		10.6	10.7	10.7	10.5
社会消费品零售 季调环比 %	0.82	0.82	0.92	0.85	0.90	0.58	0.98	0.82	0.77	0.92			-		
<b>投资</b>															
固定资产投资 累计同比 %	10.3	10.2	10.2	10.0	-	10.2	10.7	10.5	9.6	9.0		9.0	10.0	11.3	11.8
制造业 累计同比 %	8.3	8.3	8.4	8.1	-	7.5	6.4	6.0	4.6	3.3			8.1		
基础设施 累计同比 %	18.1	17.4	18.0	17.3	-	15.7	19.2	19.7	19.8	20.3			17.3		
房地产开发投资 累计同比 %	2.6	2.0	1.3	1.0	-	3.0	6.2	7.2	7.0	6.1			1.0		
固定资产投资 季调环比 %	0.91	0.92	0.81	0.71	0.65	0.60	0.62	0.50	0.52	0.45			-		
<b>房地产</b>															
商品房销售额 累计同比 %	15.3	14.9	15.6	14.4	-	43.6	54.1	55.9	50.7	42.1			14.4		
商品房销售面积 累计同比 %	7.5	7.2	7.4	6.5	-	28.2	33.1	36.5	33.2	27.9			6.5		
新开工面积 累计同比 %	-12.6	-13.9	-14.7	-14.0	-	13.7	19.2	21.4	18.3	14.9			-14.0		
施工面积 累计同比 %	3.0	2.3	1.8	1.3	-	5.9	5.8	5.8	5.6	5.0			1.3		
<b>对外贸易和投资</b>															
出口 同比 %	-3.7	-7.0	-7.1	-1.6	-11.4	-25.3	11.5	-1.8	-4.1	-4.9		-4.0	-2.9	-3.8	1.8
进口 同比 %	-20.4	-18.8	-9.0	-7.4	-19.0	-13.8	-7.6	-10.9	-0.4	-8.4		-8.0	-14.2	-5.4	3.2
贸易盈余 当期 亿美元	596	613	540	596	609	305	274	431	473	479		462	5,930	5,988	5,873
FDI 当期 亿美元	103	79	89	139	120	179	102	200	134	153			1,263		
<b>国际收支</b>															
经常账户差额 当期 亿美元	655	-	-	919	-	-	393	-	-	-			2,932		
比GDP %													2.8		
资本和金融账户差额 当期 亿美元	-1,626	-	-	-1,659	-	-	-1,234	-	-	-			-5,041		
外汇储备余额 期末 亿美元	35,141	35,255	34,383	33,304	32,309	32,023	32,126	32,197	31,917	32,052	32,011	32,000	33,304		
<b>财政</b>															
财政收入 同比 %	9.4	8.7	11.4	14.2	-	6.5	7.7	15.0	7.7	1.9			8.4		
财政支出 同比 %	26.9	36.1	25.9	0.8	-	12.2	20.3	4.6	17.8	20.3			15.8		
财政收支差额 金额 亿元	-6,907	944	-4,982	-13,263	-	6,215	-5,277	2,414	0	-7,003			-23,551	-22,000	
<b>货币信贷</b>															
M2 同比 %	13.1	13.5	13.7	13.3	14.0	13.3	13.4	12.8	11.8	11.8		10.9	13.3	13.0	13.0
M1 同比 %	11.4	14.0	15.7	15.2	18.6	17.4	22.1	22.9	23.7	24.6			15.2		
M0 同比 %	3.7	3.8	3.2	4.9	15.1	-4.8	4.4	6.0	6.3	7.2			4.9		
新增存款 增量 亿元	-3,192	5,785	14,300	-370	20,400	8,467	25,200	8,323	18,300	24,600			149,700		
新增贷款 增量 亿元	10,500	5,136	7,089	5,978	25,100	7,266	13,700	5,556	9,855	13,800			117,200	139,000	151,000
社会融资总量 增量 亿元	13,571	5,593	10,255	18,114	34,253	8,245	24,040	7,872	6,836	16,293			154,086		
新增财政存款 增量 亿元	-3,092	5,111	2,845	-14,582	5,119	-1,690	-1,739	9,318	1,619	-3,295			-914		
央行外汇资产 增量 亿元	-2,641	533	-3,158	-7,082	-6,445	-2,279	-1,448	-544	-537	-977			-22,144		
<b>利率和准备金率</b>															
1年期存款利率 期末 %	1.75	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50		1.50	1.50	1.50
1年期贷款利率 期末 %	4.60	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35		4.35	4.35	4.35
法定存款准备金率 期末 %	18.0	17.5	17.5	17.5	17.5	17.5	17.5	17.0	17.0	17.0	17.0		17.5	16.5	16.5
<b>汇率</b>															
人民币汇率中间价 期末 元/美元	6.36	6.35	6.40	6.49	6.55	6.55	6.46	6.46	6.58	6.63	6.65		6.49		
人民币即期汇率 期末 元/美元	6.36	6.32	6.40	6.49	6.58	6.55	6.47	6.49	6.58	6.64	6.65		6.49	6.68	
名义有效汇率 当期 2010=100	126.2	125.6	127.3	125.9	124.9	123.9	123.0	121.3	121.1	119.5			-		
实际有效汇率 当期 2010=100	130.2	129.0	131.0	130.3	129.8	130.9	128.7	126.3	125.2	123.1			-		

资料来源: 国家统计局, 海关总署, 中国人民银行, 外汇管理局, 财政部, 商务部, Markit, CEIC, 万得资讯, 中金公司研究部



## 法律声明

### 一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

### 特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150902  
翻译：黄金城  
编辑：张莹



## 北京

中国国际金融股份有限公司  
北京市建国门外大街1号  
国贸写字楼2座28层  
邮编: 100004  
电话: (86-10) 6505-1166  
传真: (86-10) 6505-1156

## 深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司  
深圳市福田区深南大道7088号  
招商银行大厦25楼2503室  
邮编: 518040  
电话: (86-755) 8319-5000  
传真: (86-755) 8319-9229

## 上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司  
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号  
汇亚大厦32层  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 5888-8976

## Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited  
#39-04, 6 Battery Road  
Singapore 049909  
Tel: (65) 6572-1999  
Fax: (65) 6327-1278

## 香港

中国国际金融(香港)有限公司  
香港中环港景街1号  
国际金融中心第一期29楼  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

## United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited  
Level 25, 125 Old Broad Street  
London EC2N 1AR, United Kingdom  
Tel: (44-20) 7367-5718  
Fax: (44-20) 7367-5719

### 北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号  
SK大厦1层  
邮编: 100022  
电话: (86-10) 8567-9238  
传真: (86-10) 8567-9235

### 上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号  
A座11楼1105室  
邮编: 201400  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 6887-5123

### 南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号  
亚太商务楼30层C区  
邮编: 210005  
电话: (86-25) 8316-8988  
传真: (86-25) 8316-8397

### 厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号  
磐基中心商务楼4层  
邮编: 361012  
电话: (86-592) 515-7000  
传真: (86-592) 511-5527

### 重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号  
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞  
蓝爵公馆1层  
邮编: 401120  
电话: (86-23) 6307-7088  
传真: (86-23) 6739-6636

### 佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号  
卓远商务大厦一座12层  
邮编: 528000  
电话: (86-757) 8290-3588  
传真: (86-757) 8303-6299

### 宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号  
11层  
邮编: 315103  
电话: (86-0574) 8907-7288  
传真: (86-0574) 8907-7328

### 北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号  
融科资讯中心A座6层  
邮编: 100190  
电话: (86-10) 8286-1086  
传真: (86-10) 8286-1106

### 深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号  
免税商务大厦裙楼201  
邮编: 518048  
电话: (86-755) 8832-2388  
传真: (86-755) 8254-8243

### 广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号  
粤海天河城大厦40层  
邮编: 510620  
电话: (86-20) 8396-3968  
传真: (86-20) 8516-8198

### 武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号  
保利广场写字楼43层4301-B  
邮编: 430070  
电话: (86-27) 8334-3099  
传真: (86-27) 8359-0535

### 天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号  
天津环贸商务中心(天津中心)10层  
邮编: 300051  
电话: (86-22) 2317-6188  
传真: (86-22) 2321-5079

### 云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务  
楼C1幢二楼  
邮编: 527499  
电话: (86-766) 2985-088  
传真: (86-766) 2985-018

### 福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼  
38层02-03室  
邮编: 350001  
电话: (86-591) 8625 3088  
传真: (86-591) 8625 3050

### 上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号  
邮编: 200020  
电话: (86-21) 6386-1195  
传真: (86-21) 6386-1180

### 杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号  
世贸丽晶城欧美中心1层  
邮编: 310012  
电话: (86-571) 8849-8000  
传真: (86-571) 8735-7743

### 成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号  
香格里拉办公楼1层、16层  
邮编: 610021  
电话: (86-28) 8612-8188  
传真: (86-28) 8444-7010

### 青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号  
香格里拉写字楼中心11层  
邮编: 266071  
电话: (86-532) 6670-6789  
传真: (86-532) 6887-7018

### 大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号  
万达中心16层  
邮编: 116001  
电话: (86-411) 8237-2388  
传真: (86-411) 8814-2933

### 长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号  
证券大厦附楼三楼  
邮编: 410001  
电话: (86-731) 8878-7088  
传真: (86-731) 8446-2455

